

# 新形势下我国可转换债券市场进一步发展研究<sup>\*</sup>

唐文彬<sup>1</sup>, 吴海燕<sup>2</sup>

(1. 长沙理工大学 管理学院, 湖南 长沙 410076; 2. 湖南大学 工商管理学院, 湖南 长沙 410082)

**摘 要:** 在不断深化金融市场改革、加快培育和发展我国企业债券市场的背景下, 本文通过分析我国可转换债券市场的发展现状和市场特征, 对可转换债券市场的缺陷进行了探讨, 并提出相应的对策建议, 以进一步完善和发展我国可转换债券市场。

**关键词:** 可转换债券; 企业债券; 债券市场; 市场创新

**中图分类号:** F830.91

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1007-4074(2008)04-0041-04

**基金项目:** 湖南省哲学社会科学基金资助项目(07YBA124)

**作者简介:** 唐文彬(1975-), 男, 湖南双峰人, 长沙理工大学管理学院讲师。

吴海燕(1976-), 男, 湖南汨罗人, 湖南大学工商管理学院博士生。

可转换债券(Convertible Bond, 简称可转债或转债)是指公司依照法定程序发行的, 在未来一定期间内可以依据事先约定的条款将其转换为普通股的企业债券。可转债作为一种能够把股权和债权完美结合的新型融资工具, 在金融市场中显示了强大的优势。在欧美和日本等国家, 可转债为金融市场的繁荣和风险化解以及企业竞争力的提升起到了积极的推动作用。

2007年8月14日, 证监会颁布《公司债券发行试点办法》, 正式启动公司债券发行试点工作, 揭开了我国债券市场发展新的一幕。

## 一、我国可转债市场发展现状

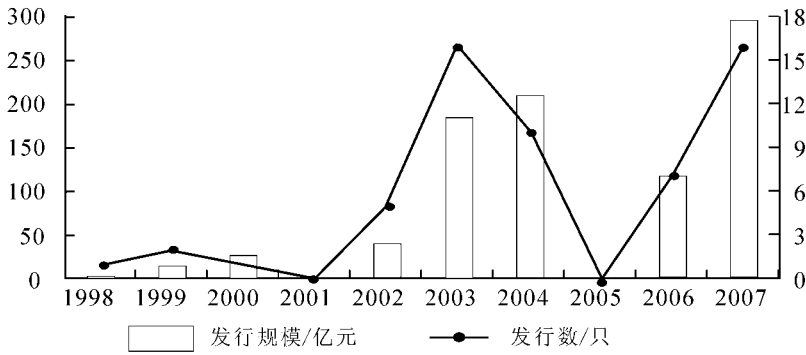
在我国, 可转债的引进可以追溯到上世纪 90 年代初期, 经历了从试点到全面启动、规范发行等一系列变更, 获得了长足的发展。

2001年4月28日《上市公司可转换公司债券实施办法》的颁布使可转债在我国进入相对成熟的发展阶段, 从审批制到核准制, 从非上市公司发行人到以上市公司发行人为主要的角色变化, 都为企业融资开辟了一条捷径。2003年可转债以前所未有的发行速度和筹资额奠定了其在再融资市场中的重要地位, 年内共发行 16 只可转债, 筹集资金 185.5 亿元, 首次超过了增发和配股等方式的筹资规模。2004年可转债市场又增添 12 只产品, 存量规模达到 335 亿元以上。2005年开始国内证券市场股权分置改革, 可转债市场暂停新债发行。2006年5月随着《上市公司证券发行管理办法》的出台, 可转债的发行上市也重新启动, 2006年可转债在半年不到的时间内共发行了 113.87 亿元。2007年可转债的发行继续保持较快的速度, 全年共发行普

\* 收稿日期: 2008-06-08

通可转债 10 只, 分离债 6 只, 总融资金额达到 295.

28 亿元, 创历史新高。



1998—2007 年可转债发行规模

## 二、我国可转债市场的缺陷分析

我国可转债市场发展迅速, 规模不断扩大, 但是无论是在市场规模、参与主体, 还是市场流动性等方面, 与国外成熟市场, 甚至与国内的股票市场和国债市场相比, 仍存在较大的差距。

### (一) 市场规模

长期以来, 中国资本市场直接融资比例偏低, 企业利用直接融资的比例仅 10% 左右, 而国外发达资本市场一般都是 50%, 美国甚至达到了 70%。在国外企业的直接融资中, 债券融资比例远大于股权融资, 2005 年美国债券发行规模大约是股票发行规模的 6.5 倍, 而中国债券市场规模即使在 2007 年也仅相当于股票市场规模的 26.7%, 远低于美国等成熟市场, 甚至低于韩国、印度等新兴市场, 结构失衡问题较为突出。作为一类特殊的公司债券, 可转债在资本市场中的相对规模就更低了。

截至 2007 年底, 沪深 A 股上市公司已有 1550 家, 总市值达到 32.71 万亿元, 而市场上交易的可转债仅十几只, 市价总值还不到 360 亿元。因此, 不管是从绝对规模还是从相对规模来看, 我国可转债市场的规模偏小。

### (二) 发行主体

可转债的转股条款中所隐含的期权属于美式看涨期权, 因此从理论上来说, 可转债最适合于规模和投资效益具有很大成长性的中小企业。在美国, 高成长高风险性行业(如 IT 和生命科学行业)、资本密集型行业(如电信和医疗保健行业)以及资本成本较高的行业(如金融和消费品行业)中的企业最热衷于发行可转债。

而国内可转债主要集中在电力、钢铁、纺织、公共事业等行业中, 相应的企业经营成熟、业绩稳定、

效益较好, 但缺乏足够的成长性。2007 年以来, 随着一批转债退市和新债发行, 我国可转债的行业分布变化很大, 其中公用事业和金融行业规模减少最多, 分别减少了 25.1 亿元和 19.4 亿元, 公用事业占总规模的比重也有较大幅度下降, 从年初的 23.9% 下降到现在的 3.8%。工业行业的规模则大幅度攀升, 市场存量增加了 18.7 亿元, 占总规模的比重从年初的 6.3% 上升到 6.6%。目前市场上交易的普通可转债共有 12 只, 分布在 5 个行业, 它们是原材料行业 6 只, 工业 3 只, 可选消费行业 1 只, 主要消费行业 1 只和公用事业 1 只。

### (三) 发行方式

美国可转债市场发行方式较为灵活, 存在公募和私募两种发行方式, 144A 条例颁布后, 私募债券占高回报债券的比例逐年稳步增长, 曾一度高达 80%。而在我国转债市场, 可转债的发行只能采用公募形式, 在交易所实行场内交易。公募形式一般对公司的资产规模和盈利能力要求苛刻, 发行门槛较高, 对于那些处于创建初期、盈利能力一般, 但是成长性好的企业, 尤其是民营企业而言, 就无法利用这一有效的融资手段筹集资金。

### (四) 发行条款

我国可转债在条款设计上具有趋同性, 发行期限大都是 5 年, 与国际上通常为 7—30 年的发行期相比, 我国可转债的发行期限较短。2007 年在股票市场牛市行情下, 随着正股的一路上涨, 多数可转债被强制赎回, 存续期变得更短, 例如, 2007 年 3 月份才上市交易的韶钢转债, 到 10 月份就停止交易了。我国可转债的票面利率相对较低, 采用逐年递增的浮动利率形式, 一般在 1%~3% 之间, 可以根据市场基准利率的变化进行调整。而美国可转债的票面利率相对较高, 在 2%~10% 之间均有分

布。从国外的文献资料来看,可转债的转股价格一般较基准股票价格上浮 5% ~ 30%, 最高可达 40%, 而我国可转债市场目前呈现出高转换溢价、高投资溢价率的特点, 如截至 2008 年 5 月 6 日, 恒源转债的转股溢价为 39.45%, 而海马转债的转股溢价率竟高达 99.03%, 市场上 13 只可转债的平均转股溢价为 22.86%, 转债市场整体存在高估。

我国可转债的发行条款中都包含有转股价格向下修正条款, 一般规定当任意连续数个交易日的股票价格跌到转股价格的 80% ~ 95% 时, 公司有权修正转股价格。作为对固定转股价格确定机制的补充, 该条款可以同时起到保护发行人和投资者的双重作用。

#### (五) 市场流动性

可转债的产品特性决定其具有债券、股票的双重特点, 当市场规模较小时, 如果机构大举扎堆, 一旦出现问题, 其流动性很可能突然消失, 特别是面临赎回压力的开放式基金, 流动性是一个不可回避的问题。

我国债券市场交易规模不大, 加上品种有限, 缺乏足够数量的机构投资者, 致使市场流动性严重不足。公司债券的“年换手率”曾一度只有 0.23, 远低于国债交易的 2.1 和沪市 A 股市场 1.92 的换手率, 而可转债市场甚至还出现过日零交易量的情况, 面临“有行无市”的尴尬局面。2007 年上半年, 由于股票市场形势大好, 转债的成交量也随着转债指数的上涨有所放大, 一大批可转债实现转股或者被赎回, 市场存量规模持续下降; 2007 年下半年, 由于股票市场震荡较大, 正股的下跌波及到可转债, 市场成交量急剧萎缩, 转债市场流动性不足的问题更加明显。

### 三、进一步发展我国可转债市场的对策和建议

针对可转债市场当前存在的问题, 本文将从发行方式、发行条款、投资品种等几个方面进行市场创新的探讨, 以进一步促进可转债市场的发展。

#### (一) 创新发行方式

在证券市场发展初期, 严格的审批制度能有效降低市场风险, 公募形式显然有其自身的优势, 但是随着市场的不断成熟、运行机制相继规范和完善, 公募形式的低效、高成本等局限性就突现出来

了。因此, 我国不妨参照国外私募发行方式的成功经验, 引入场外交易机制, 只要有足够合格的机构投资者认购, 允许公司采取私募的方式发行可转债。

#### (二) 放宽发行条件

政府应当逐步降低发行准入门槛, 改革信息披露制度, 允许更多的公司进入可转债市场。对于非上市公司, 如果有较好的担保条件, 应当积极鼓励。民营企业应当享受与大型国有企业同等的待遇, 对于那些高科技创新产业的民营企业, 在政策上更应该予以倾斜支持。这样既有利于新兴企业通过可转债市场筹集资金拓展业务, 又有利于进一步发展可转债市场, 扩大市场规模。

#### (三) 创新发行条款

在条款设计方面, 可以根据不同发行企业在经营业绩、信用风险级别、投资取向等方面的差别, 在转股价格、发行期限、票面利率、赎回和回售条款等方面打破以前的趋同性, 形成个性化产品, 满足具有不同风险偏好的投资者的需求。例如对于后期投资收益非常好的企业, 发行期限可设计得更长一些。在转股价格的确定上, 可借鉴美国的经验, 基于公布募集说明书之日前 30 个交易日或者更长时间段内标的股票的价格, 采取更合理的上浮幅度。

#### (四) 创新投资品种

我国资本市场一直存在着投资品种匮乏、金融创新困难等不足, 因此, 增加可转换证券的投资品种, 可以促进可转债市场金融工具的创新和投资产品的多样化, 有利于市场风险的化解和投资收益的最大化。国外成熟的可转债市场都是多种可转换证券类产品共同交易的市场。培育中国可转债市场体系, 应当尽快改变创建初期的单一模式, 鼓励融资企业开发一些新的可转换证券产品, 例如零息可转换债券、托管可转换证券、可转换优先股等, 以丰富市场交易品种、完善市场体系。

#### (五) 完善市场机制

引入机构投资者, 组建、发起可转债投资基金, 鼓励社保基金、养老保险基金等资金进入可转债市场, 吸引更多资金注入并活跃市场, 充分发挥可转债“下有保底, 上不封顶”的投资优势。此外, 开放中国可转债市场, 引进国外资金、先进技术和管理经验, 加快相关运行机制和法律法规与国际接轨。

由于我国资本市场缺乏买空和卖空机制, 市场主体无法利用可转债所隐含的看涨期权这一金融衍生工具进行套期保值。因此, 建议市场尽快推行

做空机制。

在解决市场流动性不足的问题方面,可适当考虑引入做市商制度,通过不断买卖来维持市场的流动性,满足公众投资者的投资需求。

加快可转债和同期企业债券的信用评级体系的建立,发展可转债的定价机制,完善信息披露机制和市场监管体系,有利于解决可转债投融资活动中的信息不对称问题,对提升公司治理机制和控制可转债市场风险具有积极的意义。

#### 四、结语

可转债兼具股性和债性的双重属性,决定了其在现阶段所担负的历史使命,它将充当中国股权投资向债权融资的过渡与中介,最终必然将资本市场引向发展前景更为广阔的企业债券市场。因此可转债市场的进一步繁荣和发展将有利于我国资本市场的成熟和金融风险的化解,对推动中国债券市

场的发展与繁荣有着极其重要意义。本文对可转债市场创新的一些探索,同时也是为我国企业债券市场深化改革和理性发展进行探路。

#### 参考文献:

- [1] 周雪梅. 从发展企业债的视角看转债市场的进一步发展[J]. 内蒙古科技与经济, 2007, 14.
- [2] 白娜, 章翼丹. 中美可转债市场的比较及对中国的启示[J]. 浙江金融, 2007, (9).
- [3] 王姝力. 可转换公司债券的融资效率分析[J]. 财经界, 2007, (4).
- [4] 柯大钢, 袁显平. 可转换债券发行动机探析[J]. 西安交通大学学报, 2006, (4).
- [5] 顾兵, 张喜荣. 可转换债券与普通债券、普通股股票价值的比较分析[J]. 东北电力大学学报, 2006, (5).
- [6] 任海峙. 发展我国可转债市场探析[J]. 金融与经济, 2005, (2).

(责任编辑: 彭介忠)

## Under the New Situation Chinese Convertible Bond Market's Further Development Research

TANG Wen-bin<sup>1</sup>, WU Hai-yan<sup>2</sup>

(1. Management School of Changsha University of Science & Technology, Hunan, Changsha, 410076;

2. Management School of Hunan University, Hnan, Changsha, 410082)

**Abstract:** Under the background of Deepening the money market reform unceasingly and developing Chinese Enterprise bond market fastly, this article analyzes the present situation and the characteristic of Chinese convertible bond market, and Carries on the discussion to its Insufficient, then presents some suggestions to further the consummation and development of Chinese convertible bond market.

**Key words:** convertible bond; enterprise bond; bond market; market innovation